

PENGARUH *NON DEBT TAX SHIELD* DAN *DIVIDEND PAYOUT RATIO* TERHADAP PENGGUNAAN HUTANG (Studi empiris pada perusahaan manufaktur yang go public di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2012)

Enny Yulia Natasari, Indira Januarti¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to analyze and provide empirical evidence about the effect of non debt tax shield and dividend payout ratio on debt using. Several previous studies showed varying results. To obtain valid results, then doing a test on each variable based on the hypothesis constructed. The samples used were selected by purposive sampling method. A population was 148 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange. After reduced with some criteria, 34 companies identified as samples. Observation period was 2010 to 2012, so the total number of sample used was 102 samples. Multiple regressions were used to examine the hypothesis. The results indicate that non debt tax shield is significantly affect the debt using. On the other side, dividend payout ratio has no effect on the debt using.

Keywords: pecking order theory, debt using, non debt tax shield, dividend payout ratio

PENDAHULUAN

Di era globalisasi sekarang ini menjadikan persaingan semakin ketat. Untuk dapat berkompetisi, perusahaan dituntut untuk mampu meningkatkan keunggulan yang dimiliki baik dari segi produk, teknologi, promosi maupun sumber daya manusianya. Selain itu, perusahaan dituntut pula melakukan *management* atau pengelolaan terhadap fungsi-fungsi penting yang ada dalam perusahaan (Nurita, 2012). Pengelolaan tersebut berkaitan dengan pengambilan keputusan yang tepat atas perencanaan, pemasaran, keuangan maupun strategi lainnya yang akan dilakukan.

Salah satu keputusan yang dihadapi oleh perusahaan adalah keputusan pendanaan yang merupakan suatu keputusan berkaitan dengan komposisi hutang, saham preferen, dan saham biasa yang digunakan perusahaan (Fadhli, 2010). Keputusan pendanaan dapat membantu perusahaan dalam menentukan seberapa besar hutang dibanding ekuitas yang digunakan dalam membiayai investasi perusahaan (Setiawan, 2006). Berhasil atau tidaknya perusahaan mengambil keputusan yang tepat dapat dilihat dari tingkat efektivitas pengalokasian dana yang dimilikinya dalam menjalankan operasional perusahaan.

Setiap perusahaan tentunya mengalami perubahan agar dapat selalu berkembang. Makin besarnya perusahaan menyangkut masalah pembelanjaan, dimana kebutuhan dana untuk keperluan ekspansi berangsur-angsur semakin besar (Riyanto, 2008). Akibatnya perusahaan tidak dapat selamanya mengandalkan kapasitas dana internal untuk membiayai kegiatan operasionalnya dalam jumlah yang besar. Oleh karena itu, hutang menjadi salah satu alternatif yang dipilih karena sifatnya tidak permanen dan lebih murah dilakukan (Nanok, 2008). Namun tidak semua kreditor bersedia untuk memberikan pinjaman tanpa terlebih dahulu mempertimbangkan tingkat resiko dari perusahaan tersebut.

Penggunaan dana internal berasal dari laba ditahan (*retained earning*) yang dimiliki perusahaan dan depresiasi, sedangkan dana eksternal berasal dari penggunaan hutang dan penerbitan saham. Kesalahan dalam pengambilan keputusan pendanaan akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan. Sehingga keputusan pendanaan perlu untuk dianalisis lebih lanjut mengenai seberapa besar manfaat, resiko, dan biaya yang mungkin akan terjadi kemudian.

¹ *Corresponding author*

Kedua jenis sumber pendanaan tersebut, baik dana internal maupun eksternal memiliki titik kelemahan dan kelebihan masing – masing. Menurut Liem, dkk. (2013) bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi biaya modal dan meningkatkan ROE bagi pemegang saham. Sedangkan intensitas penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan *agency cost debt* yang tinggi pula serta merugikan bagi pemegang saham. Sehingga jelas bahwa penentuan komposisi pendanaan yang baik dapat membawa perusahaan pada posisi finansial yang kuat dan stabil.

Berdasarkan paparan di atas, maka tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *non debt tax shield* (perlindungan pajak bukan hutang) dan *dividend payout ratio* (pembayaran dividen) terhadap penggunaan hutang dalam pengambilan keputusan pendanaan yang optimal.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Menurut Brealey, Myers, dan Marcus (2009), struktur modal adalah campuran pendanaan yang berasal dari hutang jangka panjang dan ekuitas. Struktur modal menunjukkan bagaimana pilihan perusahaan dalam mengombinasikan dana yang dimilikinya terhadap hutang ataupun modal sendiri sehingga dapat ditemukan komposisi yang tepat. Pendapat tersebut dilengkapi oleh Horne dan Wachowicz (2013) bahwa struktur modal merupakan bauran (atau proporsi) pembiayaan jangka panjang permanen perusahaan yang diwakili oleh hutang, saham preferen, dan ekuitas saham biasa. Artinya bahwa hutang jangka pendek dapat digunakan perusahaan dalam membentuk pendanaan.

Keputusan pendanaan dikatakan optimal apabila mencapai suatu keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Dalam mencapai keputusan pendanaan yang optimal membutuhkan proporsi utang terhadap ekuitas yang lebih tinggi daripada rata-rata industrinya (Horne dan Wachowicz, 2013). Perusahaan memiliki berbagai alasan setiap kali melakukan pinjaman atau hutang. Apabila penggunaan hutang terlalu tinggi atau terlalu rendah dibanding rata-rata industrinya, maka perusahaan harus siap menjustifikasi posisinya karena investor dan kreditor pasti melakukan evaluasi terhadap perusahaan secara rutin.

Pecking Order Theory

Teori ini dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) yang menjelaskan bahwa keputusan pendanaan perusahaan memiliki suatu hierarki. Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi, dibandingkan penggunaan dana eksternal. Namun apabila perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal merupakan alternatif yang dipilih. Jika dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang daripada ekuitas (Siregar, 2005).

Penggunaan dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada pendanaan ekuitas (seperti penerbitan saham baru) dengan alasan pertimbangan biaya emisi, dimana biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru dan sebagai upaya meminimalisasi adanya perbedaan informasi antara pihak manajemen dengan pemegang sahamnya. Selain itu, perusahaan dapat memanfaatkan manfaat pajak melalui penggunaan hutang yang diperoleh dari adanya biaya bunga yang dibebankan sebagai pengurang penghasilan kena pajak.

Signalling Theory

Teori *signalling* dikembangkan pertama kali oleh Ross (1979) yang menekankan pada pentingnya informasi untuk dibagikan perusahaan terhadap keputusan investasi bagi pihak di luar perusahaan. Kelengkapan dan keakuratan informasi dapat mempengaruhi keputusan investasi bagi para investor, apakah tetap bersedia menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut atau beralih ke perusahaan lain yang lebih menguntungkan prospeknya. Sehingga dapat dikatakan bahwa informasi berperan sebagai alat analisis pengambilan keputusan investasi.

Perbedaan kapasitas informasi yang dimiliki kedua pihak menimbulkan adanya *asymmetric information*. Manajer biasanya memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan pemegang saham (Basil, 2011). Di satu sisi, *asymmetric information* membuat manajer perusahaan lebih leluasa dalam menentukan strategi struktur modal karena lebih banyak mengetahui informasi yang ada di perusahaan (Seftianne dan Handayani, 2011). Namun, di sisi lain, investor tidak dapat

membedakan antara perusahaan dengan kinerja yang baik maupun kinerja yang buruk, sebab adanya *asymetric information*, manajer dapat saja mengaku bahwa perusahaan dalam keadaan yang stabil walaupun berbanding terbalik dengan keadaan yang sebenarnya (Agustina, 2009).

Salah satu sinyal yang diberikan perusahaan kepada investor adalah saat mengumumkan pembayaran dividen. Investor dapat bereaksi positif terhadap pengumuman dividen yang positif, dan sebaliknya, bereaksi negatif terhadap penurunan jumlah pembayaran dividen. Kenaikan pembayaran dividen di atas jumlah yang diharapkan merupakan sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan meramalkan laba masa depan perusahaan. Sebaliknya, pengurangan yang lebih kecil dari jumlah yang diharapkan merupakan sinyal negatif bahwa perusahaan meramalkan laba yang buruk di masa mendatang. Berdasarkan teori *signalling* ini, seorang manajer yang mempunyai informasi yang lebih banyak akan menggunakan dividen untuk menginformasikan kualitas *earning* kepada investor.

Trade Off Theory

Teori ini menjelaskan hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan, dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan pendanaan yang diambil perusahaan (Nurita, 2012). Penggunaan hutang yang optimal bergantung pada *trade-off* antara keuntungan dan kerugian yang ditimbulkan dari sumber pendanaan. Selama hutang masih memberikan manfaat bagi perusahaan, maka penggunaan hutang masih diperbolehkan. Apabila pengorbanan atas penggunaan hutang lebih besar, maka penggunaan hutang tidak lagi diperbolehkan (Niztiar, 2013).

Selama perusahaan yang berhutang memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk menjadi bangkrut daripada perusahaan yang tidak berhutang, maka perusahaan tersebut menjadi lahan investasi yang kurang menarik (Horne dan Wachowicz, 2013). Nilai perusahaan akan meningkat sejalan dengan peningkatan penggunaan hutang (akibat *interest tax shield*) hingga mencapai satu titik ketika *agency cost* dan biaya kesulitan keuangan lebih besar dari nilai *interest tax shield* (Hidayat, 2013).

Hutang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya pengawasan untuk mencegah perusahaan mengalami kebangkrutan (Siregar, 2005). Nilai optimal adalah titik yang menunjukkan manfaat pajak atas setiap tambahan rupiah hutang sama besarnya dengan kenaikan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atas penambahan hutang (Joni dan Lina, 2010). Implikasi dari teori ini adalah bahwa manajer akan memikirkan dengan matang keputusan dalam penghematan pajak dan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) dalam pendanaannya.

Non Debt Tax Shield

Mackie-Mason (1990) dalam Hidayat (2013) membagi *non debt tax shield* menjadi dua kelompok yaitu: (a) *tax loss carryforward* yaitu fasilitas berupa kerugian yang dapat dikompensasikan terhadap laba paling lama lima tahun kedepan dan (b) *investment tax credit* berupa fasilitas yang diberikan pemerintah meliputi pengurangan beban pajak, penundaan pajak, dan pembebasan pajak. Sunarsih (2004) menambahkan bahwa *investment tax credit* sebagai proksi untuk *non debt tax shield* pada umumnya diberikan kepada perusahaan yang memiliki *tangible asset* yang besar sehingga dapat digunakan sebagai *collateral* bagi pengambilan hutang.

Menurut Susanto (2011) penggunaan hutang akan menimbulkan kewajiban membayar bunga, yang dalam laporan laba rugi biaya bunga tersebut akan mengurangi keuntungan kena pajak. Semakin besar utang perusahaan maka semakin besar beban bunga dan berarti semakin besar penghematan pembayaran pajak penghasilan. Sehingga bunga dapat mengurangi keuntungan kena pajak sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil (*tax deductible*).

Penghematan pajak terjadi juga pada depresiasi karena merupakan biaya non-kas. Liem, dkk. (2013) mengatakan pengurangan pajak dari depresiasi akan menstabilitaskan manfaat pajak dari pendanaan secara kredit sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan sedikit menggunakan hutang.

Dividend Payout Ratio

Arus kas dan kebutuhan investasi suatu perusahaan berubah dengan cepat sehingga ada kesulitan dalam menentukan jumlah dividen yang tetap untuk dibayarkan kepada pemegang saham.

Menurut Dewi (2011), dividen dibagikan dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya dividen tergantung pada sisa keuntungan setelah dikurangi dengan potongan-potongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Dividend payout ratio (DPR) merupakan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen yang berkaitan erat dengan pendanaan perusahaan. Pembayaran dividen yang tetap menimbulkan keharusan bagi perusahaan dalam menyediakan dana yang cukup untuk membayarnya. Semakin tinggi *dividend payout ratio* maka akan meningkatkan kebutuhan kas di masa yang akan datang dan mengakibatkan *retained earning* berkurang. Perusahaan harus mencari dana eksternal berupa pinjaman atau saham lainnya untuk melakukan investasi baru. Perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri karena pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan dan pembayaran terhadap bunga dan cicilan perusahaan.

Joni dan Lina (2010) mengemukakan bahwa pembayaran dividen dapat menggambarkan kondisi finansial perusahaan. Perusahaan hanya akan membayar dividen pada saat memperoleh laba dan memiliki dana internal yang memadai. Namun tidak menutup kemungkinan perusahaan tetap membayar dividen walaupun dalam keadaan merugi, guna meningkatkan nilai perusahaan.

Hubungan Non Debt Tax Shield dengan Penggunaan Hutang

Teori *trade-off* menyebutkan ada pertimbangan kerugian dan keuntungan ketika melakukan pendanaan. Penggunaan hutang yang tinggi akan memberikan perlindungan berupa beban bunga hutang yang dapat digunakan sebagai *tax shield* atau pengurang laba pajak. Liem, dkk. (2013) menjelaskan *tax shield* sebagai indikator dari *non debt tax shield* menunjukkan besarnya biaya non kas. Hidayat (2013) menjelaskan bahwa *non debt tax shield* menyebabkan penghematan pajak yang bukan berasal dari penggunaan hutang tetapi dapat digunakan untuk mengurangi hutang, yaitu melalui depresiasi dan *investment tax credit* (fasilitas pajak dari pemerintah berupa penundaan pajak, atau pembebasan pajak).

Semakin besar depresiasi maka semakin besar pula penghematan pajak penghasilan dan *cash flow* perusahaan, sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang tinggi akan berkurang penggunaan hutangnya dalam hal pendanaan. Ini menunjukkan hubungan negatif antara *non debt tax shield* terhadap penggunaan hutang. Hasil penelitian Nurita (2012) dan Liem, dkk. (2013) membuktikan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (penggunaan hutang). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesa yang diajukan:

H₁: *Non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap penggunaan hutang.

Hubungan Dividend Payout Ratio dengan Penggunaan Hutang

Dividend payout ratio merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen kepada para *shareholder*. Berdasarkan teori *signalling*, dividen memberikan sinyal berupa prospek perusahaan yang akan menimbulkan reaksi dari *shareholders*nya. Sehingga untuk menjaga loyalitas *shareholder*, perusahaan akan berusaha memenuhi pembayaran dividen secara rutin sebagai bentuk pertanggungjawabannya. Adanya pembayaran dividen meningkatkan kebutuhan dana perusahaan setiap tahunnya.

Perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* tinggi cenderung lebih menyukai membayarkan dividennya dengan dana sendiri. Pembayaran dividen akan mengurangi persediaan dana internal sehingga jumlah dividen yang mampu dibayarkan perusahaan bergantung pada stabilitas perusahaan dan dana internal yang dimiliki pada tahun berjalan. *Dividend payout ratio* dapat mengatasi adanya kelebihan aliran kas (*free cash flow*) pada perusahaan yang profit sekaligus dapat menurunkan *agency cost*. Semakin besar dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham, maka penggunaan hutang pun menjadi rendah dan begitu juga sebaliknya.

Hasil penelitian Erkaningrum (2008) memberi bukti bahwa *dividend payout ratio (DPR)* memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesa yang diajukan:

H₂: *Dividend Payout Ratio (DPR)* berpengaruh negatif terhadap penggunaan hutang.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini, variabel independennya adalah *non debt tax shield* (perlindungan pajak bukan hutang dan *dividend payout ratio* (pembayaran dividen), sedangkan variabel dependennya adalah penggunaan hutang (*debt to asset ratio*).

Penggunaan Hutang menunjukkan kewajiban perusahaan untuk membayar sejumlah uang atau barang di masa mendatang kepada pihak lain, akibat transaksi yang dilakukan di masa lalu (Rudianto, 2009). Dalam penelitian ini, penggunaan hutang diproksi dengan *debt to asset ratio* (DAR) dengan mengukur proporsi total hutang terhadap total aset.

$$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{total debt}}{\text{total asset}}$$

Non Debt Tax Shield merupakan instrumen pengganti (substitusi) biaya bunga (*interest expense*) yang akan berkurang saat memperhitungkan pajak atas laba yang diperoleh perusahaan (Nurita, 2012). *Non debt tax shield* diukur menggunakan rasio dari jumlah depresiasi terhadap total aset. Pengukuran ini digunakan juga dalam penelitian Nurita (2012); dan Liem, dkk. (2013).

$$\text{NDTS} = \frac{\text{jumlah depresiasi}}{\text{total aset}}$$

Dividend Payout Ratio digunakan untuk mengukur distribusi laba kepada pemegang saham. Variabel ini menggunakan proksi DPR (*dividend payout ratio*) yang diukur dengan rumus berikut (Basil, 2011) :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Keterangan:

DPS = *dividend per share*

EPS = *earning per share*

Penentuan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010–2012 menggunakan metode *purposive sampling* pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

No.	Kriteria	Sampel per tahun	Total Sampel
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2010-2012.	148	444
2.	Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang asing tetapi tidak mencantumkan nilai kurs di CALK.	(2)	(6)
3.	Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan secara periodik yang berakhir pada 31 Desember 2010, 31 Desember 2011, dan 31 Desember 2012.	(3)	(9)
4.	Perusahaan yang tidak mengumumkan pembayaran <i>dividend cash</i> secara periodik tahun pada 2010-2012.	(109)	(327)
5.	Perusahaan tidak memiliki catatan harga saham pada saat penutupan dan pendapatan per lembar saham (EPS).	0	0
Total sampel yang digunakan		34	102

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2013

Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda yang bertujuan untuk menguji apakah variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$\text{DAR} = a + b_1 \text{NDTS} + b_2 \text{DPR} + e$$

Keterangan:

DAR	=	<i>debt to asset ratio</i> / proksi untuk penggunaan hutang
NDTS	=	<i>non debt tax shield</i>
DPR	=	<i>dividend payout ratio</i>
a	=	konstanta
b ₁ , b ₂	=	koefisien regresi
e	=	<i>error</i>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik deskriptif digunakan untuk menjelaskan gambaran atau deskripsi umum dari sampel. Hasil statistik deskriptif dari sampel dapat dilihat melalui nilai rata-rata (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum dan standar deviasi. Pengujian statistik deskriptif ini menggunakan software *Statistical Package for Social Science* (SPSS) versi 20. Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2
Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Standar Deviasi
DAR	0.09	0.88	0.43	0.18
NDTS	0.05	0.70	0.26	0.15
DPR	0.03	2.04	0.47	0.40

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2013

Penggunaan hutang (DAR) menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.43, yang mengindikasikan bahwa nilai *mean* cukup representatif dalam mewakili sampel karena sebanyak 52 data sampel nilai DAR-nya berada di atas nilai *mean*. Standar deviasi (0.18) menunjukkan bahwa perusahaan sampel menyebar di sekitar nilai *mean* sehingga dikatakan bahwa data DAR memiliki variabilitas rendah.

Non debt tax shield memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.26 menjelaskan bahwa nilai *mean* kurang representatif karena hanya sebanyak 43 data sampel nilai NDTS yang berada di atas nilai *mean*. Standar deviasi NDTS (0.15) artinya data NDTS pada perusahaan sampel menyebar di sekitar nilai *mean*, sehingga dikatakan NDTS memiliki variabilitas rendah.

Dividend payout ratio menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.47, yang berarti nilai *mean* kurang representatif karena hanya sebanyak 39 data sampel nilai DPR berada di atas nilai *mean*. Standar deviasi DPR (0.40) menjelaskan perusahaan sampel menyebar mendekati nilai *mean*, sehingga DPR memiliki variabilitas paling rendah.

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil pengujian hipotesis pada penelitian dengan menggunakan analisis regresi berganda adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Standardized Beta	T	Sig.
<i>Non debt tax shield</i> (NDTS)	-0.38	-3.90*	0.00
<i>Dividend payout ratio</i> (DPR)	-0.23	-0.23	0.81
F	7.74**		
R ²	0,24		
R ² <i>adjusted</i>	0,21		

* signifikan pada 0,05
** signifikan pada 0,00

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2013

Nilai F sebesar 7.74 dengan probabilitas signifikansi 0.00 dan $\alpha = 0.05$ ($p < 0.05$) menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan merupakan model regresi *fit*. Dengan demikian disimpulkan variabel *non debt tax shield* dan *dividend payout ratio* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang. Sedangkan nilai *Adj. R Square* sebesar 0.21 berarti bahwa penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel independennya (*non debt tax shield* dan *dividend payout ratio*) sebesar 21% dan sisanya ($100\% - 21\% = 78\%$) dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Non Debt Tax Shield berpengaruh negatif dan signifikan (0.00) sehingga **hipotesis 1 diterima**. Hasil penelitian mendukung teori *trade-off* dan *pecking order theory* bahwa semakin banyak hutang akan memberikan perlindungan berupa beban bunga hutang yang dapat mengurangi laba pajak. Penghematan pajak diperoleh dari nilai depresiasi dan *investment tax credit* yang memanfaatkan keuntungan atau perlindungan pajak melalui fasilitas perpajakan yang diberikan pemerintah. Susanto (2011) menjelaskan bahwa depresiasi bagi perusahaan industri di Indonesia secara signifikan menambah *cash flow* perusahaan sebagai substitusi sumber pendanaan dari hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Nurita (2012) dan Liem, dkk. (2013) yang membuktikan perusahaan dengan *non debt tax shield* tinggi cenderung akan berkurang penggunaan hutangnya.

Dividend Payout Ratio berpengaruh negatif namun tidak signifikan (0.81) sehingga **hipotesis 2 ditolak**. Ini dibuktikan pula dengan nilai *mean* (Tabel 2) DPR (0.47) yang hampir sama dengan nilai *mean* DAR (0.43) dengan nilai minimum DPR (0.03) dan nilai maksimum DPR (2.04). Kondisi ini menunjukkan adanya distribusi dividen yang tidak merata, dimana terdapat perusahaan yang membayar dividennya kecil dan ada pula perusahaan yang membayar dividennya besar. Ini menunjukkan kemampuan perusahaan membayarkan dividen mempengaruhi keputusan pendanaan yang besarnya menyesuaikan pada tingkat *earning* tahun berjalan. Pengaruh DPR yang tidak signifikan terhadap penggunaan hutang disebabkan ada penilaian berbeda dari perusahaan dalam memutuskan dividen yang dibayarkan, yang tidak terpengaruh pada besarnya hutang perusahaan. Ada perusahaan yang membayarkan dividennya dalam jumlah tetap setiap tahunnya untuk memenuhi kepentingan pemegang sahamnya. Keadaan tersebut sejalan dengan *Pecking Order Theory* yang lebih menyukai kebijakan pembayaran dividen yang tetap dengan dana internal yang dimilikinya. Walaupun hasil penelitian tidak signifikan, namun mendukung teori *signalling* yang menyebutkan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal positif yang memberikan prospek menguntungkan dan kepastian bagi para pemegang sahamnya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Basil (2011) dan Nurita (2012).

KESIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh *non debt tax shield* dan *dividend payout ratio* terhadap penggunaan hutang dalam struktur modalnya. Berdasarkan hasil penelitian dan interpretasi data yang telah dibahas, dapat disimpulkan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang. Sedangkan variabel *dividend payout ratio* tidak mempengaruhi penggunaan hutang dalam pertimbangan pendanaan.

Implikasi manajerial dari penelitian ini bagi perusahaan dapat mempertimbangkan faktor *non debt tax shield* dalam menetapkan kebijakan atau dalam pengambilan keputusan pendanaan agar stabilitas finansial perusahaan tetap terjaga.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, sampel penelitian kecil sebesar 34 perusahaan, walaupun jumlah sudah memenuhi persyaratan sampel minimum tetapi belum cukup representatif dalam menggambarkan kondisi yang sebenarnya. Kedua, periode penelitian relatif pendek (2010-2012). Ketiga, nilai *adj. R Square* hanya 21% mempengaruhi penggunaan hutang.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, maka saran yang dapat diberikan adalah: (1) memperluas populasi dengan menggunakan seluruh perusahaan di BEI, (2) memperpanjang periode penelitian agar lebih representatif, (3) menambah variabel lain, baik variabel internal maupun eksternal perusahaan yang mempengaruhi penggunaan hutang dalam pendanaan, dan (4) dapat menggunakan proksi yang berbeda untuk penggunaan hutang, misal menggunakan *short term debt / total assets* dan *long term debt / total assets*.

REFERENSI

- Agustina, Nurani. 2009. "Analisis Pengaruh Faktor Probabilitas, Tingkat Pertumbuhan, Tingkat Pajak, Struktur Aset, Risikodan Ukuran Bank terhadap Struktur Modal di Indonesia pada Periode Penelitian 2003 hingga 2007". Skripsi Program Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Basil, Al-Najjar. 2011. "The Inter-Relationship Between Capital Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Jordanian Data". *International Review of Applied Economics*. Vol. 25, No. 2, pg. 209–224.
- Brealey, Myers, dan Marcus. 2009. *Fundamentals of Corporate Finance*. 6th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Dewi, Made Pratiwi. 2011. "Pengaruh Struktur Modal dan Stryktur Kepemilikan Terhadap Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan-Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia". Tesis (Tidak Dipublikasikan). Program Magister Program Studi Manajemen Universitas Udayana: Denpasar.
- Erkaningrum, Indri. 2008. "Faktor – Faktor Penentu Financial Leverage dalam Struktur Modal". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi "Analisis"*, Vol. 01, No. 02, Mei 2008, ISSN: 1978-9750, hlm. 164. Yogyakarta.
- Fadhli, Arli Warzuqni. 2010. "Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEI Tahun 2005-2007". Skripsi (tidak dipublikasikan). Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hidayat, Riza Fatoni. 2013. "Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011". Skripsi Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.
- Horne, James dan Wachowicz. 2013. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan edisi ketigabelas*, alih bahasa Heru Sutojo. Salemba Empat: Jakarta.
- Joni dan Lina. 2010. "Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No.2, Hlm.81-96. STIE Trisakti: Jakarta.
- Liem, dkk. 2013. "Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industry Consumer Goods yang Terdaftar di BEI Periode 2007-2011". *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol. 2, No.1.
- Nanok, Yanuar. 2008. "Capital Structure Determinan di Indonesia". *Akuntabilitas*, Maret, Hlm. 122-127.
- Niztiar, Gata. 2013. "Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011)". Skripsi Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.

- Nurita, Dea. 2012. “Analisis Pengaruh Profitabilitas, Firm Size, Non-Debt-Tax-Shield, Dividen Payout Ratio, dan Likuiditas terhadap Struktur Modal (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010)”. Skripsi Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.
- Riyanto, Bambang. 2008. *Dasar – Dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada.
- Rudianto. 2009. *Pengantar Akuntansi: Konsep dan Teknik Penyusunan Laporan Keuangan*. Erlangga: Jakarta.
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. “Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur”. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 1, April 2011, Hlm. 39 – 56.
- Setiawan, Rahmat. 2006. “Faktor –faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dalam Perspective Pecking Order Theory: Studi pada Industry Makanan dan Minuman di Bursa Efek Jakarta”. *Majalah Ekonomi*, Tahun XVI, No. 3, Hlm. 318-333.
- Siregar, Baldric. 2005. “Hubungan Antara Dividen, Leverage Keuangan dan Investasi”. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol.16, No.3, Hlm. 219 – 230.
- Sunarsih. 2004. “Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Maturitas Hutang serta Faktor – Faktor yang Mempengaruhinya”. *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 9, Vol. 1, Juni 2004, hlm. 65-84.
- Susanto, Hadi. 2011. “Struktur Kepemilikan Saham dan Kondisi Keuangan Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia)”. *Jurnal NeO Bisnis*, Volume 5, No.1, Juni 2011.
- Wahidahwati. 2002. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No.1, hlm. 1-16.